

CIO View

Prof. Dr. Jan Viebig
Chief Investment Officer ODDO BHF SE



09. Dezember 2022

NOTENBANKEN: „DON'T FIGHT THE FED“

Explodierende Inflationsraten haben die Notenbanken der großen Industrieländer in diesem Jahr zu einem scharfen Kurswechsel gezwungen. Im Jahresverlauf addieren sich die Zinserhöhungen in den USA bisher auf 375 Basispunkte, im Euroraum auf 200 Basispunkte.¹ Wenn sich die Notenbanker beider Zentralbanken Mitte der nächsten Woche zu ihren letzten Treffen des Jahres zusammenfinden, werden sie ein weiteres Mal an der Zinsschraube drehen.² Der US-Leitzins wird in der nächsten Woche aller Voraussicht nach um 50 Basispunkte nach oben geschleust. Das Zielband würde damit 4,25 bis 4,50% erreichen, das Tempo der Erhöhungen nach vier 75bp-Schritten erstmals vermindert. Die EZB gibt sich hinsichtlich der Schrittgröße noch etwas bedeckt, scheint das Tempo der Zinserhöhungen aber ebenfalls auf 50bp drosseln zu wollen.³ Damit würde der Einlagensatz der EZB zum Jahresende bei 2,00%, der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,50% stehen. Langsamere Zinserhöhungen bedeuten jedoch nicht, dass der Zinserhöhungszyklus bereits zu Ende ist. Beide Notenbanken betonen derzeit, dass die aktuelle Inflationsentwicklung und das wirtschaftliche Umfeld keine Entwarnung geben.

Die Inflationsraten in den USA scheinen ihren Höhepunkt im Sommer überschritten zu haben. Und auch die Inflationsrate für den Euroraum war im November erstmals seit Mitte 2021 rückläufig. Die Inflation wird stark von der Energiepreisentwicklung geprägt. Schaut man auf die aktuellen Großhandelspreise und die Terminmärkte, dann spricht einiges dafür, dass die Energiepreisentwicklung im Jahr 2023 deutlich weniger preistreibend ausfallen wird als 2022. Dennoch werden die tatsächlichen Inflationsraten auch in 2023 weit über den Zielvorstellungen der Notenbanken liegen. Wir erwarten für Deutschland beispielsweise eine Inflationsrate von über 7% im nächsten Jahr. Dies ist immer noch 3,5x so hoch wie die Zielmarke der EZB in Höhe von 2%.

Der Deflator der persönlichen Konsumausgaben ohne Energie und Nahrungsmittel („Kernrate“) bewegt sich in den USA seit Ende letzten Jahres um 5% und zeigt bislang keine Neigung nach unten.⁴ In einem Vortrag von Ende November weist Fed-Chef Jerome Powell explizit darauf hin, dass vor allem in den Kernbereichen „Wohnen“ und „andere Dienstleistungen“ bestenfalls Ansätze einer Beruhigung zu erkennen sind.⁵ Die Lohnentwicklung beispielsweise, die die Preisentwicklung bei den Dienstleistungen prägt, entwickelt sich im Jahresverlauf 2022 ungebrochen dynamisch. Zudem entwickelten sich die preisbereinigten Konsumausgaben in den USA recht robust. Und der ISM-Index zeigt für das nicht-verarbeitende Gewerbe eine Expansion an. Passend dazu stellt Powell in seiner Rede Ende November fest: *„Trotz einiger vielversprechender Entwicklungen haben wir bis zur Wiederherstellung der Preisstabilität noch einen langen Weg zu gehen.“*⁶

Die Märkte rechnen derzeit damit, dass der US-Leitzins im Laufe des zweiten Quartals 2023 bei knapp unter 5% seinen zyklischen Höhepunkt erreichen wird. Das könnte beispielsweise bedeuten, dass im Februar und März 2023 noch zwei kleine Erhöhungen von jeweils 25bp vorgenommen werden. Angesichts der hohen Inflation bleiben wir jedoch skeptisch, dass es damit getan sein wird. In unserem Basisszenario dürfte der Notenbanksatz in den USA über die 5%-Marke hinaus erhöht werden und auf diesem Niveau in 2023 verbleiben.

In Europa verorten die Marktteilnehmer in ihrer Gesamtheit den Zinshöhepunkt etwas unterhalb von 3%. Der Rückgang der Gesamtinflationsrate dürfte sich in Europa allerdings merklich langsamer vollziehen als in den USA. Anders als in den USA sind die Erzeugerpreise in Europa zuletzt um über 40% gestiegen. Hohe Erzeugerpreise überwälzen sich typischerweise zeitverzögert auf die Verbraucherpreise. Wir gehen momentan davon aus, dass der Einlagensatz im Laufe des nächsten Jahres auf über 3% angehoben werden wird.

Neben den Zinserhöhungen stehen andere Entscheidungen der europäischen Notenbank an, die oftmals übersehen werden, aber einen großen Einfluss auf die Finanzmärkte haben: Der EZB-Rat wird in der kommenden Woche darüber entscheiden, wie die EZB ihre enorm hohen Anlagebestände zurückführen wird. In den USA ist die Federal Reserve bereits dazu übergegangen, die stark gestiegenen Anleihebestände von zuletzt 8,3 Billionen US-Dollar Monat für Monat um 95 Mrd. US-Dollar abzubauen. Anders als die Fed bleibt die EZB bei der Reduzierung ihrer ebenfalls rekordhohen Anleihebestände weiterhin vage: Es soll vorerst nur um die konzeptionelle Vorbereitung eines „Quantitative Tightenings“ (QT) gehen.⁷ Nach Ausführungen des Chefvolkswirts der EZB, Philip Lane, will die EZB wohl keine Verkäufe vornehmen, sondern die Bestände entsprechend der Fälligkeiten abschmelzen lassen. Wir erhoffen uns eine klarere Kommunikation der EZB dazu nächste Woche. Der Grund für die Zurückhaltung der EZB bei der Reduzierung ihrer Anleihebestände ist offensichtlich, dass ein rascher Verkauf von Anleihen zu einer Renditeausweitung italienischer Anleihen und eine Belastung auch für andere hochverschuldete EU-Mitgliedstaaten werden könnte. Und an hochverschuldeten Staaten herrscht kein Mangel in der Eurozone.

Steigende Zinsen und die Rückführung der Anlagebestände durch die Notenbanken sind zentrale Risiken für Eigentümer langlaufender Staatsanleihen. Die Zinsstrukturkurve steht bereits wieder auf dem Kopf: In den USA sind die 2-jährigen Zinsen mit rund 4,3% bereits deutlich höher als die 10-jährigen Zinsen in Höhe von rund 3,5%. Der Unterschied zwischen den 2-jährigen und den 10-jährigen Zinsen in den USA ist derzeit so hoch wie seit 40 Jahren nicht mehr. In den letzten 50 Jahren war eine inverse Zinsstrukturkurve ein verlässlicher Indikator für eine Rezession. Die Märkte wetten darauf, dass die Fed die Zinsen bereits im Jahr 2023 aufgrund der zu erwartenden Rezession wieder senken wird. Wenn sie sich da nicht täuschen: Fällt die Rezession in den USA – wie die Mehrzahl der Ökonomen derzeit erwartet – milde aus, dann werden die Leitzinsen in einem Stagflationsszenario länger hoch bleiben, als es die Märkte derzeit erwarten.

Unsere Anlagepolitik bleibt klar: Wir halten die Duration weiter kurz, da wir von weiteren Leitzinserhöhungen durch die Zentralbanken ausgehen: „*Don't fight the Fed*“. Zudem investieren wir verstärkt in Unternehmensanleihen mit kurzen Laufzeiten, da diese bereits wieder interessante Renditen aufweisen. Unternehmensanleihen sind oftmals dann interessant, wenn eine Rezession begonnen hat, die Renditeaufschläge bereits stark gestiegen sind und mögliche Kreditausfälle bereits eingepreist sind. Das Jahr 2023 könnte zu einem interessanten Jahr werden für die Eigner von Unternehmensanleihen angesichts der zuletzt stark gestiegenen Renditeaufschläge. Wo Risiken sind, da gibt es halt immer auch Chancen.

[1] 100 Basispunkte (bp) entsprechen 1 Prozentpunkt, 1bp entspricht 1/100 Prozentpunkt.

² Federal Open Market Committee (FOMC) am 13./14.12.2022, Monetary Policy Council der EZB am 15.12.2022

³ Europäische Zentralbank, Interview von Philip Lane mit Milano Finanza, 6. Dezember 2022; "The point I am making is that when we take future interest rate decisions, including in December, we should take into account the scale of what we have already done. So the basis for the decision will be different." "The higher starting point is one dimension of the debate, but of course in terms of the wider debate we will have to look at the overall outlook."

⁴ Die Fed bevorzugt den Deflator der persönlichen Konsumausgaben (PCE-Deflator) gegenüber dem gängigeren und früher verfügbaren Verbraucherpreisindex; auch das Inflationsziel ist für den PCE-Deflator formuliert; die Deflator-basierte Inflationsrate ist normalerweise wenige Zehntel niedriger als die entsprechende CPI-basierte Rate.

⁵ Federal Reserve Board, Speech by Chair Powell on Inflation and the labor market, 30 November 2022

⁶ ebenda, eigene Übersetzung. „Despite some promising developments, we have a long way to go in restoring price stability.“

⁷ Als „Quantitative Tightening“ oder „Quantitative Straffung“ wird die systematische Verkürzung der Notenbankbilanz insb. durch Verringerung von Anleihebeständen bezeichnet. Zu den Überlegungen der EZB vergleiche: Europäische Zentralbank, Interview von Philip Lane mit Milano Finanza, 6. Dezember 2022

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Die Rendite kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Etwaige Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Investment Office der ODDO BHF SE wieder, die sich insbesondere von der Hausmeinung innerhalb der ODDO BHF Gruppe unterscheiden und ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

MARKTÜBERSICHT
09.12.2022

| Aktienindizes | Akt. Stand | Lfd. Woche (%) | Lfd. Monat (%) | Lfd. Jahr (%) |
|---------------|------------|----------------|----------------|---------------|
| Euro Stoxx 50 | 3928,2 | -1,2 | -0,9 | -8,6 |
| DAX 40 | 14327,0 | -1,4 | -0,5 | -9,8 |
| CAC 40 | 6653,3 | -1,3 | -1,3 | -7,0 |
| FTSE 100 | 7464,9 | -1,2 | -1,4 | 1,1 |
| SMI | 11061,7 | -1,2 | -0,6 | -14,1 |
| S&P 500 | 3963,5 | -2,7 | -2,9 | -16,8 |
| Nasdaq Comp. | 11082,0 | -3,3 | -3,4 | -29,2 |
| Nikkei 225 | 27901,0 | 0,0 | -0,2 | -3,1 |
| CSI 300 | 3998,2 | 0,0 | 3,8 | -19,1 |
| Hang Seng | 19900,9 | 0,0 | 7,0 | -14,9 |

| Notenbanksätze | Akt. Stand | Lfd. Woche (Pp) | Lfd. Monat (Pp) | Lfd. Jahr (Pp) |
|-----------------------|------------|-----------------|-----------------|----------------|
| EZB Einlagenfazilität | 1,5 | 0,75 | 0,75 | 2 |
| US Federal Funds *) | 3,875 | 0 | 0 | 3,75 |
| SNB Sichteinlagen | 0 | 0,25 | 0,25 | 0,75 |

| Renditen (% p.a.) | Akt. Stand | Lfd. Woche (Pp) | Lfd. Monat (Pp) | Lfd. Jahr (Pp) |
|-------------------|------------|-----------------|-----------------|----------------|
| Bund 10 Jahre | 1,91 | 0,05 | -0,02 | 2,08 |
| UST-Note 10 J. | 3,53 | 0,04 | -0,08 | 2,02 |
| Schweiz 10 J. | 1,13 | 0,07 | 0,02 | 1,26 |

| Währungen | Akt. Stand | Lfd. Woche (%) | Lfd. Monat (%) | Lfd. Jahr (%) |
|---------------------|------------|----------------|----------------|---------------|
| EUR in USD | 1,0536 | 0,0 | 1,2 | -7,3 |
| EUR in GBP | 0,8590 | -0,2 | 0,5 | -2,1 |
| EUR in CHF | 0,9850 | 0,2 | -0,1 | 5,3 |
| US-Dollar Index **) | 104,784 | 0,2 | -1,1 | 9,5 |

| Rohstoffe | Akt. Stand | Lfd. Woche (%) | Lfd. Monat (%) | Lfd. Jahr (%) |
|-------------------------------|------------|----------------|----------------|---------------|
| Gold (US\$/oz.) | 1796,3 | -0,1 | 1,6 | -1,8 |
| Rohöl/Brent (US\$/b.) ***) | 76,68 | -10,4 | -10,2 | -1,4 |

Letzte Aktualisierung: 09.12.2022 15:18

Quelle: Bloomberg, Aktienindizes in lokaler Währung; Veränderungen in % bzw. in Prozentpunkten (Pp);
*) Angabe für Federal Funds Rate: Mitte des Zielbandes ($\pm 0,125$ Pp); **) Definition gemäß ICE US; ***)
Brent, aktiver Terminkontrakt ICE

Kontakt (Deutschland)

NEWMARK FINANZKOMMUNIKATION

Marc Savani

+49 69 94 41 80 28

marc.savani@newmark.de

WICHTIGE INFORMATION

Dieses vertrauliche Dokument ist nur für Sie bestimmt. Es darf weder insgesamt, noch in Teilen reproduziert, weitergegeben oder veröffentlicht werden. Insbesondere ist dieses Dokument nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz, Wohnsitz, gewöhnlichem Aufenthaltsort oder Greencard in bzw. für die USA, Kanada oder anderen Drittstaaten bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden.

Diese Publikation ist eine Kundeninformation der ODDO BHF SE (nachfolgend „ODDO BHF“) im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Das Dokument wurde durch die ODDO BHF erstellt, um Kunden bei der Entscheidungsfindung zu unterstützen und dient ausschließlich Informationszwecken. Es handelt sich hierbei um Werbung und nicht um eine Finanzanalyse. Das Dokument wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und die in diesem Dokument enthaltenen Informationen unterliegen nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen.

Weder dieses Dokument noch irgendeine in Verbindung hiermit gemachte Aussage stellt ein Angebot, eine Aufforderung oder eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren dar. Insbesondere berücksichtigt dieses Dokument nicht Ihre persönlichen Umstände und Verhältnisse und ist somit für sich allein genommen weder dazu geeignet noch dazu bestimmt, eine individuelle anleger- und anlagegerechte Beratung zu ersetzen.

Soweit in dem Dokument Meinungen Dritter wiedergegeben werden, sind diese Positionen nicht notwendigerweise in Einklang mit den Positionen der ODDO BHF und können diesen ggf. sogar widersprechen.

Diese Präsentation enthält Informationen, die wir für verlässlich halten, für deren Verlässlichkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Die ODDO BHF übernimmt weder eine rechtliche Verbindlichkeit, noch garantiert sie die Aktualität, Vollständigkeit und Fehlerfreiheit des Inhalts. Zusätzlich ist die ODDO BHF nicht verpflichtet, den Inhalt zu aktualisieren, an Änderungen anzupassen oder zu vervollständigen.

Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen können mit Emittenten von in diesem Dokument genannten Finanzinstrumenten in einer Geschäftsverbindung stehen (z.B. als Erbringer oder Bezieher von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen, etwa im Bereich des Investmentbankings). Die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen, können im Rahmen solcher Geschäftsverbindungen Kenntnis von Informationen erlangen, die in diesem Dokument nicht berücksichtigt sind. Darüber hinaus können die ODDO BHF oder mit der ODDO BHF verbundene Unternehmen Geschäfte in oder mit Bezug auf die in diesem Dokument angesprochenen Finanzinstrumente getätigt haben (insbesondere solche im Rahmen der Finanzportfolioverwaltung für andere Kunden). Für nähere Informationen zu möglichen Interessenkonflikten wenden Sie sich bitte an Ihren zuständigen Ansprechpartner.

Alle innerhalb des Dokuments genannten und ggf. durch Dritte geschützten Marken- und Warenzeichen unterliegen uneingeschränkt den Bestimmungen des jeweils gültigen Kennzeichenrechts und den Rechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Allein aufgrund der bloßen Nennung ist nicht der Schluss zu ziehen, dass Markenzeichen nicht durch Rechte Dritter geschützt sind.

Vergangene Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind kein zuverlässiger Indikator für die Zukunft. Einige Aussagen dieses Dokuments sind in die Zukunft gerichtet. Derartige Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklung. Diese Aussagen basieren auf aktuellen Einschätzungen und unterliegen Risiken und Unwägbarkeiten, welche die aktuellen Resultate grundlegend verändern können. Bei bestimmten Finanzinstrumenten kann es zu einem Totalverlust kommen und der Verlust kann das eingesetzte Kapital sogar übersteigen. Wechselkursbewegungen können den Wert eines Investments erhöhen oder senken und manche Finanzinstrumente können eingeschränkt liquide oder illiquide sein.

Die ODDO BHF SE untersteht der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.

ODDO BHF erbringt weder rechtliche noch steuerrechtliche Beratungsleistungen. Soweit solche Gesichtspunkte berührt werden, handelt es sich ausschließlich um allgemeine Meinungsäußerungen oder Anregungen, die eine Einschätzung der ODDO BHF zum Zeitpunkt der Publikation wiedergeben. Wir empfehlen Ihnen, rechtliche und steuerliche Berater hinzuziehen, insbesondere zum Zweck der Überprüfung der Geeignetheit bestimmter Produkte.

© 2022, Herausgeber: ODDO BHF SE, Bockenheimer Landstraße 10, 60323 Frankfurt am Main. Alle Rechte vorbehalten.